

„Wir haben mehrfach die Hand ausgestreckt“

Die von ihrem früheren Kooperationspartner Acatis Investment im Februar ausgesprochene Kündigung wollen **Uwe Rathausky** und **Henrik Muhle** nicht so einfach hinnehmen. Die beiden Gründer von **Gané** haben sogar gerichtliche Schritte eingeleitet.

Ausgerechnet am Rosenmontag dieses Jahres gab die Frankfurter Acatis Investment in einer Mitteilung bekannt, man werde die Zusammenarbeit mit der Aschaffener Investmentboutique Gané per Ende März beenden. Für viele Marktteilnehmer kam der Schritt mehr als überraschend. Und die beiden Gané-Gründer Uwe Rathausky und Henrik Muhle mussten sich überlegen, wie es für sie weitergehen sollte. Wir haben mit den beiden Fondsmanagern darüber gesprochen.

Der Konflikt zwischen Acatis und Gané beherrschte anfangs die Schlagzeilen. Nun wird es ruhiger. Sie lassen aber offenbar nicht locker im Bemühen, sich gegen die von Acatis ausgesprochene Kündigung zu wehren?

»Es gibt zurzeit keinen offenen Kommunikationskanal. Am Ende werden nun die Gerichte entscheiden müssen.«

Henrik Muhle, Gané


Uwe Rathausky: Der Value Event Fonds ist auf unsere Initiative hin entstanden, und wir haben uns Acatis als Partner ausgesucht. Es gab klare Absprachen, dass wir den Fonds gemeinsam führen. Der Fonds war von Anfang an ein partnerschaftliches Projekt auf Augenhöhe. Wie also sollten wir reagieren, wenn unser engster Geschäftspartner plötzlich

und ankündigungslos unser Fondslebenswerk allein weiterführen und alle Fondsbühren für sich behalten möchte? Zumal wir das nicht einmal vom Geschäftspartner, sondern aus der Presse erfahren mussten. Und wenn dann noch ein Mitarbeiter dieses Geschäftspartners behauptet, dass unser erfolgreiches Value-Event-Investmentkonzept sowieso von einer anderen Person stammt? Wir waren daher gezwungen, rechtliche Schritte gegen die aus unserer Sicht unrechtmäßig ausgesprochene Beendigung unserer bereits seit 2008 bestehenden Fondspartnerschaft einzuleiten. Rückblickend hatte das Vorgehen von Acatis unserer Auffassung nach Methode, um uns schrittweise aus der gemeinsamen Verwaltung des Value-Event-Fonds zu drängen.

Was meinen Sie mit „Methode“?

Henrik Muhle: Im Grunde fing alles bereits an, als Acatis anstelle von Universal Investment im Jahr 2018 die Rolle der KVG übernahm. Damals hat Acatis uns zugesichert, dass sich im Verhältnis zueinander nichts ändert. Anschließend hat Acatis sich aber geweigert, unsere bestehenden Vereinbarungen zu verschriftlichen. Im Jahr 2022 folgte dann die völlig unnötige Streichung von „Gané“ aus dem Fondsnamen durch Acatis. Außerdem hat Acatis die Bedingungen für unser Tagesgeschäft immer wieder erschwert, ohne dass es





»Uns drängt sich der Verdacht auf, dass die Trennung von langer Hand geplant war.«

Uwe Rathausky, Gané

dafür aus unserer Sicht sachliche Gründe gegeben hätte.

Rathausky: Wir haben immer wieder die Hand ausgestreckt, um eine einvernehmliche und für beide Seiten praktikable und rechtssichere Lösung zu finden. Stattdessen und ohne Vorwarnung erfolgte dann Anfang Februar dieses Jahres der nach unserem Verständnis unrechtmäßige Ausschluss von Gané aus der Führung des Fonds. Damit sollten Henrik und ich, obwohl wir die Value-Event-Philosophie entwickelt und 15 Jahre so erfolgreich umgesetzt haben, nicht mehr für unseren Value-Event-Fonds verantwortlich sein. Nicht weniger irritierend ist, dass Acatis auch noch den erfolgreichen Track Record allein für sich und das eigene Marketing beansprucht. Wenn man sich ganz nüchtern die konkreten Schritte unseres ehemaligen Geschäftspartners in den vergangenen Jahren anschaut, dann drängt sich unweigerlich der Verdacht auf, dass die Trennung von langer Hand geplant war.

Gibt es denn überhaupt noch einen Kommunikationskanal zwischen Acatis und Ihnen, oder läuft das nur noch über Anwälte?

Muble: Wir haben immer wieder versucht, gemeinsame Lösungen im Interesse der Investoren zu finden – und sogar ein massives finanzielles Zugeständnis angeboten. Das ist von Acatis aber immer wieder abgelehnt worden, deshalb gibt es zurzeit keinen offenen Kommunikationskanal. Am Ende werden nun die Gerichte entscheiden müssen.

Sie haben in der Folge reagiert und managed nun zwei eigene Publikumsfonds.

Rathausky: Nachdem uns klar war, dass Acatis kein Interesse an einer Fortführung unserer Partnerschaft hat, mussten wir eine Lösung für unsere Investoren finden. Wir haben nach der Kündigung das Anlagekonzept unseres im Dezember 2023 aufgelegten defensiven und auf Anleihen fokussierten Mischfonds Gané Global Balanced Fund so schnell wie möglich umgestellt, um nahtlos an unsere Erfolgsgeschichte beim ehemaligen Acatis Gané Value Event

Fonds anknüpfen zu können. Unser globaler Aktienfonds Gané Global Equity Fund wurde bereits im September 2022 aufgelegt.

Muble: Wir sind in all den Jahren immer mal wieder gefragt worden, ob wir nicht einen reinrassigen Aktienfonds auflegen möchten, nicht zuletzt, weil wir nachweislich mit der Aktienkomponente des Mischfonds sehr attraktive Renditen erzielt haben. Entsprechend haben wir die Historie des früheren Acatis Gané Value Event Fonds aus der Zeit zwischen 2008 bis 2021 herangezogen, um festzustellen, dass die Rendite des reinen Aktienportfolios in diesem Zeitraum bei jährlich 18,1 Prozent lag. Das war zwar das Ergebnis vor Kosten, bedeutete aber eine signifikante Outperformance gegenüber dem MSCI Weltaktienindex. Die Auflage war ein voller Erfolg. Auch für die Arbeit an diesem Fonds wurden wir im Januar 2024 erneut zu Fondsmanagern des Jahres gewählt.

Die Basis sowohl des Mischfonds als auch



des Aktienfonds besteht aus der Kombination von Value-Investing und Event-Orientierung, richtig?

Rathausky: Das ist korrekt. Gané steht für die Kombination dieser beiden Investmentstile. Genau diese Kombination aus Value und Event haben wir schon im Jahr 2007 entwickelt und seither erfolgreich umgesetzt. Value-Investing folgt dem Prinzip, Unternehmen mit sehr guter Businessqualität und gutem Management zu attraktiven Preisen zu erwerben. In Bezug auf das Thema „Event“ haben wir vor der Auflage des Aktienfonds sehr genau untersucht, mit welchen Investments aus unseren Event-Kategorien wir besonders gut abgeschnitten haben und welche von der Rendite zurückgeblieben sind – sei es, weil die stabilisierende Event-Komponente und der Kapitalerhalt im Vordergrund standen oder weil wir, was natürlich auch mal vorgekommen ist, einen Investmentfehler begangen haben. Daher erfolgt die Titelselektion beim Aktienfonds etwas sportlicher und anders als im Aktienteil des Mischfonds, wodurch sich sowohl Unterschiede als auch Überschneidungen ergeben. Sie liegen bei rund 50 Prozent.

»Die Unternehmen in unserem Aktienfonds können langfristig, organisch und überdurchschnittlich wachsen.«

Henrik Muhle, Gané

Aber bleibt Event nicht am Ende Event?

Rathausky: Ich weiß, was Sie meinen, aber es ist etwas komplexer. Grundsätzlich haben wir schon im Jahr 2007 ein Event definiert als ein Ereignis, das die Preis-Wert-Relationen eines Unternehmens verändert oder entsprechende Veränderungen erwarten lässt. Wir unterscheiden dabei seither drei Kategorien von Events. Bei der ersten Kategorie geht es um Ereignisse, die zu

KURZ-VITA: Henrik Muhle

Henrik Muhle ist Vorstandsmitglied von Gané, einer Investmentboutique mit Sitz in Aschaffenburg. Vor der Gründung des Unternehmens im Jahr 2007 war er fünf Jahre lang als Portfoliomanager für die Frankfurter Acatis Investment tätig. Sein Studium an der Universität Hannover hat Muhle mit einem Abschluss als Diplomökonom absolviert.

Veränderungen der Kapitalstruktur von Unternehmen führen – etwa Aktienrückkäufe, Ausschüttungen, Spin-offs oder Kapitalerhöhungen. Die zweite Kategorie betrifft Veränderungen in der Aktionärsstruktur und die dritte operative Katalysatoren. Teilweise gibt es auch Überschneidungen, das heißt, bei einem Unternehmen können mehrere Events gleichzeitig vorliegen.

Muhle: Und in der vorausgehenden Analyse zum Gané Global Equity haben wir festgestellt, dass wir mit der dritten Event-Kategorie – also mit der operativen Katalytik – durch eine signifikante Outperformance das meiste Geld verdient haben. Wir erkannten, dass es gewisse Parameter für diesen Mehrertrag gibt, die wir dann bewusst noch einmal von unabhängiger Seite, in dem Fall von einer Investmentbank, empirisch haben herausarbeiten lassen, und das von 1990 bis heute.

Rathausky: Da geht es um Veränderungen in der Wachstums- und Margendynamik eines Unternehmens, aber auch um Veränderungen in der Rentabilität auf das eingesetzte Kapital. Wer in derartige langfristige „Compounder“, wie wir in der Fachsprache sagen, frühzeitig investiert, erzielt die meiste Rendite. Deshalb haben wir entschieden, uns bei der Titelauswahl für den Aktienfonds ausschließlich auf die dritte Event-Komponente zu konzentrieren. Das hat uns über die vergangenen 15 Jahre die höchsten Renditen geliefert und sollte das auch in den kommenden 15 Jahren leisten können.

Das dürfte aber kaum ohne eine deutlich höhere Volatilität vonstatten gehen, richtig?

Muhle: Die Schwankungsbreite der Investments im Gané Global Equity Fonds fällt in der Tat etwas höher aus als jene in unserem Mischfonds, wo wir entlang der drei Event-Kategorien sowohl die Rendite als auch die Volatilität im Blick haben. Zudem



erlaubt uns ein mit rund 300 Millionen Euro noch relativ überschaubares Volumen im Aktienfonds eine etwas stärkere Berücksichtigung von kleineren Unternehmen, was zu einer etwas höheren Volatilität beiträgt. Dieser vermeintliche „Nachteil“ sollte aber durch eine höhere Erwartungsrendite auf lange Sicht kompensiert werden können.

Was sind die wesentlichen Parameter dieser dritten Event-Säule, und können Sie diese mit konkreten Zahlen unterlegen?

Rathausky: Zum einen haben unsere Analysen gezeigt, dass Aktien von Unternehmen mit weniger kapitalintensiven Geschäftsmodellen in aller Regel besser abschneiden als solche mit einer hohen Kapitalintensität. Was konkrete Zahlen angeht, lassen sich die Unterschiede am besten an den beiden Margenparametern Kapitalrentabilität und Rohertragsmarge eines Unternehmens zeigen. Letztere liegt in unserem Portfolio im Durchschnitt bei rund 65 Prozent und damit um rund die Hälfte höher gegenüber den etwa 43 Prozent im Indexdurchschnitt. Die Kapitalrentabilität im Portfolio beträgt im Schnitt 23 Prozent, was ungefähr dem Doppelten des entspre-

»Bei der inzwischen erreichten Bewertung von Nvidia erscheint uns ein Investment mit zu hohen Risiken verbunden.«

Uwe Rathausky, Gané

chenden Durchschnittswerts für den MSCI-Weltaktienindex entspricht.

Muhle: Wir sprechen also von einem qualitativ wirklich sehr hochwertigen Portfolio aus aktuell 27 handverlesenen Unternehmen, das handfeste Outperformance-Parameter aufweist, um sicherzustellen, dass die im Aktienfonds enthaltenen Unternehmen langfristig, organisch und überdurchschnitt-

KURZ-VITA: Uwe Rathausky

Uwe Rathausky ist Mitglied des Vorstands der Aschaffenburger Investmentboutique Gané. Während seines Studiums an der Universität Hohenheim hat er als Analyst für Capital Management Wolpers und den Vermögensverwalter DJE Kapital gearbeitet. Nach seiner Promotion war er vier Jahre lang als Prüfungsleiter bei KPMG tätig.

lich wachsen können. Ein Gutteil der Unternehmen findet sich auch in unserem Mischfonds wieder. Dort investieren wir allerdings wie gewohnt entlang der gesamten drei Event-Kategorien, um eine gute Diversifikation zu haben, auch hinsichtlich der Laufzeiten und Stärken von Events, um höhere Volatilitäten und Drawdowns abfedern zu können, ohne auf eine aktienähnliche Rendite in der langen Frist verzichten zu müssen. Entsprechend aktiv nutzen wir hier die Möglichkeiten aus den drei Assetklassen Aktien, Anleihen und Liquidität.

Von den viel diskutierten Magnificent Seven findet sich derzeit allerdings keine Aktie unter den Top Ten, und von Nvidia scheinen Sie bewusst die Finger zu lassen.

Muhle: Unserer Performance von knapp zehn Prozent seit Jahresbeginn im Aktienfonds hat das bisher keinen Abbruch getan. Wir sind durchaus bewusst schon länger investiert in Werten wie Alphabet, Amazon, Apple und Microsoft. Man sollte aber nicht unterschätzen, dass es sich dabei um Aktien handelt, deren Kurs im bisherigen Jahresverlauf zum Teil bereits um 20 Prozent gestiegen ist. Daher sollte es nicht verwundern, wenn wir deren Gewichtung zuletzt etwas reduziert haben und sie daher nicht mehr unter den zehn größten Werten erscheinen.

Rathausky: Wobei man schon sagen kann, dass es den vier zuletzt genannten Unternehmen auch künftig und trotz eventuell kurzfristiger Korrekturen durchaus gelingen sollte, in eine etwas ambitioniert erscheinende Bewertung hineinzuwachsen. Was Nvidia angeht, so würde das Unternehmen sich von seinen Fundamentaldaten her grundsätzlich sogar ganz gut in unserem Fonds machen. Bei der inzwischen erreichten Bewertung erscheint uns ein Investment aber aktuell mit zu hohen Risiken verbunden.

Danke für das Gespräch. HANS HEUSER 